



Şirket Değerleme İhtiyacı Ne Zaman Doğar?

Şirket değerlendirme, yalnızca şirket satışı ya da halka arz süreçlerinde başvuru teknik bir çalışma değil; finansman, ortaklık yapısı, hukuki uyumsuzluklar, yatırım kararları ve mevzuatsal yükümlülükler gibi pek çok alanda ihtiyaç duyulan stratejik bir analizdir. Bu nedenle doğru değerlendirme, yalnızca sayıları değil, şirketin iş modelini, risklerini ve gelecekteki değer yaratma kapasitesini de birlikte okumayı gerektirir.



**Prof. Dr. Sinem
Derindere Köseoğlu,
İstanbul Üniversitesi
Finans Öğretim Üyesi
sderin@istanbul.edu.tr**

Başlamadan önce: Şirket değerlendirme nedir?

Şirketlerin ne zaman değerlemeye ihtiyaç duyduğu konusuna derinlemesine değinmeden önce, kavramsal çerçeveyi netleştirmek faydalı olacaktır. “**Şirket değeri**” denildiğinde çoğu kişinin aklına, şirketin net varlıklarının değeri gelmektedir. Oysa şirket değeri, bundan çok daha geniş bir kavramdır. Aslında bir değerlemeci, şirketin yalnızca sahip olduğu varlıklara değil, daha çok bu varlıkların oluşturduğu operasyonun değerine odaklanır. Çünkü asıl önemli olan, şirketin elindeki varlıklardan ne kadar nakit üretebildiğidir. Konuyu daha sade bir benzetmeyle anlatmak istersek, yatırımcıyı ya da ortağı ineğin eti değil, sütü ilgilendirir. Bu nedenle değerlendirme sürecinde de sütün miktarı, kalitesi ve gelecekte ne ölçüde düzenli, istikrarlı ve sürdürülebilir bir yapıda devam edeceğine ilişkin belirsizlik ve riskler dikkate alınır.

Şirketler, birçok farklı nedenle değerlemeye ihtiyaç duyar. Bu nedenlerin bir kısmı mevzuatsal zorunluluklardan kaynaklanırken, bir kısmı taraflar arasında daha adil ve gerçekçi bir işlem zemini oluşturma amacına dayanır. Bazı şirketler ise herhangi spesifik bir sebep olmasa dahi değere dayalı finansal yönetim anlayışını benimseyerek değerlemeyi düzenli aralıklarla yaptırır; böylece zaman içinde şirket değerindeki değişimi izler, değer artışını ölçer ve potansiyel zirve değerine ulaşmak için gerekli stratejileri hayata geçirir.

Değerlemede amaç neden belirleyicidir?

Aslında şirket değerlemesinin amacı, seçilecek yöntemi de doğrudan etkiler. Değerleme yalnızca teknik bir hesaplama değildir; amaca göre şekillenen bir analiz sürecidir. Bir şirket değerlendirme çalışması hukuki bir süreç, ticari bir karar, yatırım amaçlı bir değerlendirme gibi farklı nedenlerle yapılabilir. Mesela hukuki amaçlı değerlendirme kendi içinde bile farklılaşabilir. Örneğin; Boşanma davalarında, eşlerin şirket hisseleriyle ilgili alacaklarının belirlenmesi; medeni hukuk hükümleri, ispat yükü ve Yargıtay'ın yerleşik içtihatları dikkate alınarak hazırlanacak bir değerlendirme raporunu gerektirir. Ticari davalarda ise ortaklıktan çıkma, fesih veya birleşme sonrası uyuşmazlık gibi konularda TTK hükümleri ve ticari teamüller doğrultusunda farklı bir yaklaşım gerekir. Medeni hukuk ile TTK'nın bakış açıları farklıdır; bu nedenle her iki yaklaşımın da önceliklerini ve hukuki çerçevesini doğru şekilde kavramak gerekir. Eğer raporlama bu ayrıma göre yapılmazsa, hukuki süreçlerde taraflar beklenmedik hak kayıplarıyla karşı karşıya kalabilir.

Bu nedenle değerlendirme sürecinde kritik olan, amaç ile yöntemin uyumudur. Aynı şirket için dahi bağlama göre farklı analiz çerçeveleri gerekebilir; çünkü her süreç kendi sorusunu ve kendi hukuki zeminini beraberinde getirir.

Peki, şirketler hangi durumlarda değerlemeye ihtiyaç duyar?

Şirket değerlemesine en sık ihtiyaç duyulan alanlardan biri, sermaye piyasası ve kurumsal işlemlerdir. Özellikle şirketlerin **ilk halka arz süreçlerinde, şirket satın alma ve devralma işlemlerinde, şirket birleşmeleri ve bölünmelerinde**, işletmenin değerinin objektif ve makul yöntemlerle ortaya konulması büyük önem taşır. Bu tür işlemlerde değerlendirme taraflar arasında adil bir müzakere zemini de oluşturur.

Değerleme ihtiyacının yoğun biçimde ortaya çıktığı bir diğer alan ise **finansman, kredi ve teminat** süreçleridir. Hisselerin teminat olarak gösterilmesi gereken durumlarda, kredi değerlendirme aşamalarında ve şirketin finansal gücünün güvenilir biçimde tespit edilmesinin beklendiği hallerde, şirket değerinin sağlıklı biçimde belirlenmesi önem kazanır. Finansman sağlayan kuruluşlar açısından değerlendirme, yalnızca bugünkü mali yapının değil, şirketin sürdürülebilirliğinin ve risk profilinin de anlaşılmasına yardımcı olur.

Ortaklık yapısındaki değişiklikler ve hukuki uyuşmazlıklar da değerlemeyi gerekli kılan önemli alanlardandır. **Ortaklıktan çıkma ve pay devri süreçlerinde, yeni bir ortak alma durumunda, ortaklar arasındaki ihtilaflarda, çıkma hakkı davalarında** ve şirket değerinin uyuşmazlık konusu

haline geldiği diğer hukuki durumlarda, tarafların haklarının dengeli biçimde korunabilmesi için Şirket değerinin tespit edilmesi gerekir. Bu tür durumlarda değerleme hukuki sürecin sağlıklı ilerlemesine katkı sunan teknik bir dayanak niteliği de taşır.

Miras, tasfiye, iflas ve yeniden yapılanma süreçleri de Şirket değerlemesinin önem kazandığı bir alandır. Vefat halinde miras hukuku kapsamında payların veya işletmenin değerinin belirlenmesi, tasfiye ve iflas süreçlerinde Şirket varlığının gerçeği biçimde ortaya konulması ve yeniden yapılandırma süreçlerinde işletmenin ekonomik kapasitesinin anlaşılması için değerleme çalıŐmaları kritik rol oynar.

Yatırımcı görüşmeleri ve girişim ekosistemi bakımından da değerleme vazgeçilmez bir araçtır. Risk sermayesi yatırımcılarının yatırım yapmayı değerlendirdikleri girişimlerin değerini bilmek istemeleri, holdinglerin, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının, girişim sermayesi yatırım fonlarının ve private equity kuruluşlarının portföylerindeki Şirketlerin değerini düzenli olarak izleme ihtiyacı, **yatırım turları ve çıkıŐ stratejileri** öncesinde değerlemenin önemini artırmaktadır. Özellikle büyüme potansiyeli yüksek Őirketlerde değerleme, yalnızca mevcut durumun değeril, gelecekte yaratılabilecek değerin de anlaşılmasına hizmet eder.

Bazı durumlarda değerleme ihtiyacı yalnızca ticari gereklilikten değeril, doğrudan finansal raporlama ve sermaye piyasası mevzuatından da kaynaklanmaktadır.

Örneğin GSYF portföyündeki girişim sermayesi yatırımlarının değerlenmesi mevzuat açısından zorunludur. III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m. 20'ye göre, fon portföyünde yer alan varlıkların değerlemesinde yatırım fonlarının finansal raporlamaya ilişkin değerleme esasları uygulanır; ayrıca girişim sermayesi yatırımlarının değerlenmesi asgari olarak her takvim yılı sonu itibarıyla Kurulca uygun görülen değerleme kuruluşları tarafından yapılmak zorundadır.

Bağımsız denetime tabi Şirketlerin iŐtirak ve bağlı ortaklıkları, TFRS veya BOBİ FRS hükümleri çerçevesinde uygun ölçüm esaslarıyla finansal tablolara yansıtılmalıdır. Bu çerçevede, raporlama dönemlerinde söz konusu iŐtirak ve bağlı ortaklıkların gerçeğe uygun değerinin tespiti veya değer düşüklüğu analizinin yapılabilmesi için değerleme çalıŐmasına ihtiyaç doğabilmektedir.

Bunun yanında, aslında değer odaklı yönetim anlayışını benimseyen Şirketler açısından değerleme yalnızca belirli bir işlem anında başvuru olan teknik bir çalışma değerildir. Aksine, düzenli değer izleme, değer artırıcı stratejilerin geliŐtirilmesi, ana ortakların ve üst yönetimin stratejik karar alma süreçlerinin desteklenmesi ve Şirketin mevcut değeril ile potansiyel değeril arasındaki farkın tespit edilmesi bakımından da önemli bir yönetim aracıdır. Bu yönüyle Şirket değerlenmesi stratejik bir rehber niteliği taşır. Şirket değerleme, Şirketlerin adeta amel defteridir.

Sonuç olarak; Şirket değerleme, sadece matematiksel hesaplama iŐi değerildir; güçlü bir teorik altyapıyı, mevzuata ve finansal raporlama standartlarına hâkimiyeti, finansal analiz yetkinliğini, uygulama tecrübesini ve sektörel sezgiyi birlikte gerektirir. Şirketin gerçeğ değerine yaklaŐabilmek için sadece rakamları bilmek yetmez; o rakamların arkasındaki iş modelini, riskleri ve değer yaratma kapasitesini de doğru okumak gerekir.